

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 81.60 港元 135.00 +65.4%

2024年4月18日

安踏 (2020 HK)

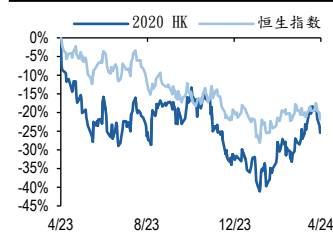
安踏/FILA 2024 年 1 季度增长偏软，但预计 2 季度起将重新加速

- ⊕ **2024 年 1 季度增长偏软，但我们预计随着高基数效应从 2 季度开始减弱，销售也会加速**：安踏 2024 年 1 季度的销售增长乍看之下可能令人失望（安踏品牌：同比增长中个位数；FILA：高个位数；Descente+Kolon：25-30%），因低于全年指引目标（安踏和 FILA 同比增长 10-15%；Descente >20%；Kolon >30%），但与 **3 周前** 管理层更新的一致，当时管理层警告称 1 季度将出现高基数效应，我们认为这理由成立，尤其是对于安踏这样一个较为成熟的品。安踏品牌过去两年（2022-23 年）的销售额年复合增长率在 1 季度为 11%，而未来三个季度（2 季度-4 季度）分别为 1%/6%/4%，这是由于 2022 年 1 季度的冬奥会和 2023 年 1 季度的渠道重开。而 2 季度开始较低的基数也会有助于销售增长重新加速，尤其是巴黎奥运会对安踏的宣传起到了推动作用，Kyrie Irving 产品 **取得了初步成功**，以及安踏的各种新零售业态（如 **Sneaker Verse**）。安踏 2024 年 1 季度的折扣和库存（<5 倍）仍然保持健康。
- ⊕ **FILA 品牌内部表现分化表明了品牌翻新的需求**：FILA 的高单位数增长也低于指引，可能是由于高线城市的消费能力偏软（这与百威亚太等其他消费公司的情况类似），同时似乎也存在品牌特有的问题，例如不同系列之间的差异。FILA 大货的销售增长中双位数（15%左右），但更具时尚属性的 FILA 潮牌则有所下降，而 FILA 童装则持平。后者商店数量的减少（10%的门店正在翻新）被归咎为销售偏软的原因。这表明潮牌与童装比起大货具有更高的时尚风险，也需要不断的品牌翻新与投资。
- ⊕ **中国体育用品市场呈现分化，低线城市的低端品牌似乎更具韧性**：安踏的业绩与 361 度相比相形见绌，但优于国际品牌。361 早些时候公布的 2024 年 1 季度报告显示，其核心品牌（线下）的零售额实现了“高双位数”的增长，361 童装（线下）实现了“20-25%的同比增长”，电子商务实现了 20-25%的同比增长，耐克/阿迪达斯经销商宝胜 1 季度销售额同比下降-7%。特步将于 4 月 18 日发布财报，而李宁将于 4 月 22 日发布财报。鉴于李宁公司在一线城市的业务较多，我们预计其 2024 年 1 季度的数据将较为疲软。
- ⊕ **趁低吸纳；重申买入，目标价 135 港元**：鉴于安踏强大的核心竞争力（品牌建设+零售执行），以及通过 Descente/Kolon 涉足增长较快的冬季运动/户外细分市场，我们对安踏保持长期看好。重申 **买入** 评级，目标价 135 港元，基于 22 倍 2024-25 年平均市盈率 and 1.0 倍 PEG，每股收益年复合增长率 22%（2024-26E）。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	100.70
52周低位 (港元)	64.15
市值 (百万港元)	229,414.32
日均成交量 (百万)	7.67
年初至今变化 (%)	7.72
200天平均价 (港元)	79.19

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	53,651	62,356	71,151	79,740	87,657
同比增长 (%)	8.8	16.2	14.1	12.1	9.9
净利润 (百万人民币)	7,590	10,236	13,571	14,373	18,053
每股盈利 (人民币)	2.73	3.57	4.86	5.15	6.47
同比增长 (%)	-1.9	30.8	36.2	5.9	25.6
市盈率 (倍)	27.6	21.1	15.5	14.6	11.7
每股账面净值 (人民币)	12.73	19.05	21.52	24.14	27.44
市账率 (倍)	5.92	3.96	3.50	3.12	2.75
股息率 (%)	1.7	2.5	3.4	3.6	4.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

本文翻译自“[Anta Sports \(2020 HK\) - Anta/FILA 1Q24 growth soft, but expect reacceleration from 2Q onwards](#)”, 原报告发布于 2024 年 4 月 18 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

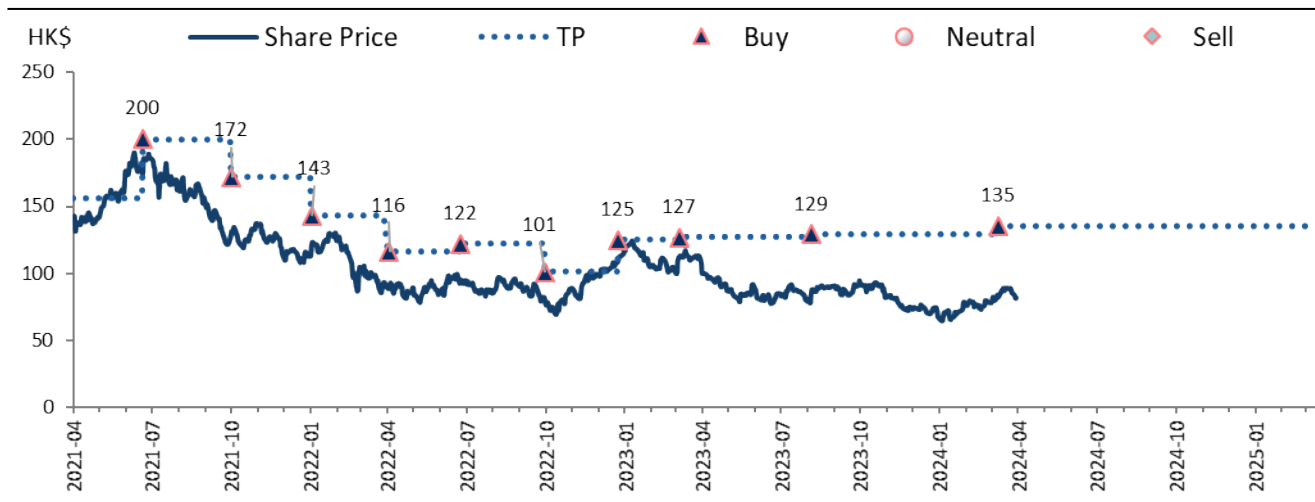
安踏季度经营数据

图表 1: 安踏季度零售增长，按品牌/子品牌划分

零售增长(同比 %)	----- 2022 -----				----- 2023 -----				--- 2024 ---
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
安踏品牌	high-teens	down mid-SD	mid-SD	down high-SD	mid-SD	high-SD	high-SD	high-teens	mid-SD
安踏大货(线下)	low-teens	down low-teens	up low-SD	down mid-teens	high-SD	high-SD	high-SD	25-30%	est. negative
安踏大货(全渠道)	mid-teens	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	high-teens	mid-SD
安踏儿童(线下)	mid-teens	up low-SD	up high-SD	down high-teens	mid-SD	high-SD	mid-SD	30-35%	est. negative
安踏儿童(全渠道)	20-25%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20-25%	mid-SD
线上	35-40%	up high-SD	up high-SD	up mid-SD	down mid-SD	mid-SD	low-SD	mid-SD	20-25%
FILA 品牌	mid-SD	down high-SD	low-teens	down low-teens	high-SD	high-teens	low-teens	25-30%	high-SD
FILA 时尚(线下)	low-SD	down high-teens	down slightly	down mid-teens	up mid-SD	20%	high-SD	40-45%	mid-teens
FILA 儿童(线下)	mid-teens	down mid-SD	up low-SD	down low-teens	decline	mid-teens	high-SD	30-35%	flattish
FILA 潮牌(线下)	20%	up high-SD	up low-SD	up high-SD	decline	low-teens	high-SD	20-25%	slight neg
FILA 海外—新加坡, 中国香港(线下)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FILA 线上	high-SD	up mid-SD	65%	40-45%	>40%	60-65%	mid-teens	mid-teens	25-30%
其他品牌	40-45%	up 20-25%	up 40-45%	up low-teens	75-80%	70-75%	45-50%	55-60%	25-30%
Descente	40-45%	>20%	>35%	up low-teens	70-75%	>60%	40-45%	50-55%	20-25%
Kolon	40-45%	25-30%	>55%	up high-SD	100%	c.100%	65-70%	65-70%	~50%

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 安踏 (2020 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际消费行业覆盖个股

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	32.10	43.90	36.8%	2024 年 03 月 19 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	9.88	15.60	57.9%	2024 年 02 月 29 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.28	21.50	40.7%	2024 年 03 月 27 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	9.11	12.30	35.0%	2023 年 09 月 05 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.36	33.20	21.3%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.12	3.40	-17.5%	2024 年 04 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	12.21	17.60	44.1%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.70	10.40	7.2%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	42.50	58.68	38.1%	2024 年 03 月 27 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	69.80	116.00	66.2%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.50	35.79	40.4%	2024 年 03 月 29 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	68.58	85.50	24.7%	2024 年 01 月 11 日	家电
000651 CH	格力电器	中性	39.57	37.63	-4.9%	2024 年 01 月 11 日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	24.70	33.85	37.0%	2024 年 03 月 22 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.45	19.20	-18.1%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	4.88	9.90	102.9%	2024 年 02 月 19 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	81.60	135.00	65.4%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.24	21.00	21.8%	2024 年 03 月 20 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.07	7.20	42.0%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.61	1.46	139.3%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 17 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	53,651	62,356	71,151	79,740	87,657
主营业务成本	(21,333)	(23,328)	(27,038)	(29,903)	(30,973)
毛利	32,318	39,028	44,114	49,838	56,684
销售及管理费用	(23,216)	(25,366)	(28,850)	(32,145)	(34,323)
其他经营净收入/费用	2,128	1,705	1,994	2,208	2,644
经营利润	11,230	15,367	17,257	19,900	25,004
财务成本净额	97	991	1,157	1,310	1,389
应占联营公司利润及亏损	28	(718)	516	692	844
其他非经营净收入/费用	0	0	1,600	0	0
税前利润	11,355	15,640	20,530	21,902	27,237
税费	(3,110)	(4,363)	(5,727)	(6,110)	(7,598)
非控股权益	(655)	(1,041)	(1,232)	(1,420)	(1,586)
净利润	7,590	10,236	13,571	14,373	18,053

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17,378	15,228	19,326	21,854	25,790
有价证券	10,310	21,448	21,448	21,448	21,448
应收账款及票据	5,800	6,867	7,865	8,815	9,690
存货	8,490	7,210	8,357	9,242	9,573
其他流动资产	618	1,387	1,387	1,387	1,387
总流动资产	42,596	52,140	58,382	62,746	67,887
物业、厂房及设备	3,716	4,143	2,100	1,561	1,022
其他有形资产	1,058	822	822	822	822
无形资产	1,480	2,089	62	(63)	(188)
合资企业/联营公司投资	9,343	9,283	9,283	9,283	9,283
其他长期资产	11,002	23,751	25,514	25,514	25,514
总长期资产	26,599	40,088	37,781	37,117	36,453
总资产	69,195	92,228	96,164	99,863	104,340
短期贷款	12,198	3,996	6,887	1,968	1,968
应付账款	8,895	11,008	10,825	11,972	12,401
其他短期负债	5,114	5,587	5,644	5,654	5,664
总流动负债	26,207	20,591	23,356	19,595	20,033
长期贷款	492	10,948	5,429	5,429	0
其他长期负债	4,657	4,679	4,679	4,679	4,679
总长期负债	5,149	15,627	10,108	10,108	4,679
总负债	31,356	36,218	33,464	29,703	24,712
股本	5,119	15,636	15,636	15,636	15,636
储备及其他资本项目	29,281	35,824	42,514	49,600	58,500
股东权益	34,400	51,460	58,150	65,236	74,136
非控股权益	3,439	4,550	4,550	4,925	5,492
总权益	37,839	56,010	62,700	70,161	79,628

资料来源:公司资料,交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	10,636	13,820	19,298	20,483	25,651
折旧及摊销	983	1,143	1,143	1,143	1,143
营运资本变动	(1,040)	2,438	(1,168)	(1,080)	(924)
税费	(3,046)	(3,584)	(5,727)	(6,110)	(7,598)
其他经营活动现金流	667	932	(516)	(692)	(844)
经营活动现金流	8,200	14,749	13,030	13,744	17,427
资本开支	(1,621)	(1,161)	(504)	(478)	(479)
投资活动	(2,634)	(23,104)	0	0	0
其他投资活动现金流	6	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(4,249)	(24,271)	(504)	(478)	(479)
负债净变动	(1,476)	329	(2,811)	(5,102)	(5,612)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(3,950)	(4,250)	(6,880)	(7,287)	(9,153)
其他融资活动现金流	223	11,543	1,263	1,652	1,751
融资活动现金流	(5,203)	7,622	(8,428)	(10,736)	(13,013)
汇率收益/损失	1,038	538	0	0	0
年初现金	17,592	17,378	15,228	19,326	21,854
年末现金	17,378	15,228	19,326	21,854	25,790

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.729	3.570	4.863	5.150	6.469
全面摊薄每股收益	2.729	3.570	4.863	5.150	6.469
每股股息	1.249	1.870	2.546	2.697	3.387
每股账面值	12.732	19.046	21.522	24.144	27.438
利润率分析(%)					
毛利率	60.2	62.6	62.0	62.5	64.7
EBITDA利润率	22.8	25.3	28.8	27.3	30.8
EBIT利润率	21.0	23.5	27.2	25.8	29.5
净利率	14.1	16.4	19.1	18.0	20.6
盈利能力(%)					
ROA	11.0	11.1	14.4	14.7	17.6
ROE	24.0	23.8	24.8	23.3	25.9
ROIC	15.9	16.9	18.6	18.8	22.6
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	2.5	2.5	3.2	3.4
存货周转天数	138.0	122.8	105.1	107.4	110.9
应收账款周转天数	21.3	19.6	20.6	20.8	21.0
应付账款周转天数	50.4	46.5	46.6	47.6	49.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。